

PREFAZIONE ALL'EDIZIONE ORIGINALE

Questo libro descrive la teoria e la pratica della finanza aziendale. Non crediamo di dover spiegare perché un manager finanziario debba padroneggiare l'aspetto pratico del suo lavoro, ma una parola sul ruolo della teoria può essere utile.

I manager apprendono dall'esperienza come affrontare i problemi ricorrenti. Ma i migliori manager sono anche capaci di rispondere razionalmente ai cambiamenti. Per raggiungere un tale livello di capacità, c'è bisogno di qualcosa di più di regole empiriche; occorre comprendere *perché* le imprese e i loro manager si comportano così come fanno. In altre parole, c'è bisogno di una *teoria* della finanza aziendale.

Questa affermazione sembra intimidatoria? Non dovrebbe. Una buona teoria aiuta a capire quello che succede nel mondo che ci circonda. Aiuta a porre le domande giuste quando l'ambiente cambia e devono essere analizzati nuovi problemi. Suggerisce anche quali sono le questioni per le quali *non* occorre preoccuparsi. Nel corso del testo vi mostriamo come i manager usino la teoria finanziaria per risolvere problemi pratici.

Ovviamente, la teoria qui presentata non è perfetta e completa. Nessuna teoria lo è. Permangono alcune famose controversie in cui gli economisti finanziari non raggiungono un accordo su come l'impresa dovrebbe operare. Non abbiamo nascosto queste controversie, bensì riportato le principali argomentazioni di ciascuna parte e specificato da che parte stiamo.

Gran parte del libro è incentrata sulla comprensione di ciò che i manager fanno e del perché lo fanno. Ma indicheremo anche ciò che i manager *dovrebbero* fare per incrementare il valore di un'impresa. Metteremo in luce gli errori che, in base alla teoria, stanno compiendo i manager, pur ammettendo la possibilità di motivazioni nascoste che guidano i loro comportamenti. In breve, cercheremo di essere oggettivi senza essere dogmatici.

Questo libro potrebbe essere il vostro primo approccio al mondo della moderna teoria finanziaria. In questo caso, vi porrete in una logica di apprendimento delle nuove idee che animano tale mondo e di comprensione della maniera in cui la teoria finanziaria si traduce in pratica. Il percorso di studio che qui vi offriamo speriamo risulti (almeno di tanto in tanto) anche divertente. Alla fine, comunque, vi troverete nella posizione di prendere decisioni finanziarie, non solo di studiarle. A quel punto, potrete utilizzare il libro come riferimento e guida.

Orgogliosi del successo delle precedenti edizioni di *Principi di finanza aziendale*, abbiamo fatto del nostro meglio per rendere l'undicesima edizione ancora migliore. Quali sono le novità di questa edizione? Come logico, gran parte dei cambiamenti di un lavoro di riedizione sono costituiti dall'aggiunta di dati aggiornati e di esempi nuovi. Tuttavia, abbiamo riscritto e ampliato molti capitoli fondamentali. I contenuti restano più o meno gli stessi, ma pensiamo che, così rivisti, i capitoli siano più semplici e scorrano meglio. Crediamo che l'opportunità di aggiungere contenuti e applicazioni come queste allargherà sempre di più il tipo di materiale che può essere messo a disposizione per aiutare il lettore a decidere quanto desidera approfondire un argomento.

La prima edizione di questo libro è uscita nel 1981. I principi base sono quelli di allora, ma gli ultimi trent'anni hanno generato importanti cambiamenti nella teoria e nella prassi. La ricerca in ambito finanziario si è concentrata meno sul trovare regole teoriche da proporre ai manager finanziari e più sulla comprensione e sull'interpretazione delle loro pratiche concrete. In altre parole, la finanza aziendale è diventata più pragmatica e meno normativa. Per esempio, sono ora disponibili accurate indagini sulle pratiche di investimento delle imprese e sulle politiche di finanziamento e di distribuzione dei dividendi. Qui ci occupiamo dunque dell'esame di queste indagini, per capire in che modo possano aiutare a portare chiarezza tra teorie contrastanti.

Molte decisioni finanziarie sembrano infatti meno definite oggi di quanto non lo fossero 20 o 30 anni fa. Non ha più senso chiedersi se distribuire dividendi alti sia sempre un bene o un male, o se le imprese debbano sempre contrarre molto o poco debito. La risposta giusta è "dipende". Quindi esponiamo i pro e i contro delle diverse politiche. Ci chiediamo dunque: "Quali domande dovrebbe porsi il manager finanziario nello stabilire la politica finanziaria?" Il cambio di prospettiva di cui si diceva sarà particolarmente visibile, per esempio, nel Capitolo 16, dove si affrontano le decisioni di distribuzione dei dividendi.

Questa edizione si basa sui cambiamenti già apportati nelle precedenti edizioni. Riconosciamo che i manager finanziari, oggi più che mai, operano in ambito internazionale e devono dunque avere familiarità con le differenze che intercorrono tra mercati finanziari e istituzioni dei diversi Paesi.

Ogni capitolo contiene un'introduzione, un sommario e una lista di ulteriori letture di approfondimento. La lista delle letture aggiuntive è ora voluminosa. Invece di provare a inserire nell'elenco tutti gli articoli importanti, abbiamo privilegiato gli articoli che contengono una rassegna del materiale e i libri dal taglio generico, inserendo riferimenti più specifici nelle note.

Ogni capitolo è seguito da una serie di esercizi facili e intermedi di taglio concettuale o pratico. Inoltre, ci sono alcuni problemi particolarmente complessi.

Il libro comprende anche, alla fine di alcuni capitoli, dei Minicasi con domande specifiche che fungono da guida nell'analisi del caso. Le risposte a queste sezioni sono consultabili sul sito del volume.

Programmi con fogli di calcolo, come Excel, sono realizzati su misura per permettere molti calcoli finanziari. Diversi capitoli comprendono approfondimenti che introducono le funzioni finanziarie più utili e includono alcune brevi domande pratiche. Spieghiamo come usare i tasti funzione di Excel per trovare la funzione e inserire i dati. Pensiamo che questo approccio sia più semplice rispetto a dover ricordare la formula di ciascuna funzione.

Concludiamo il libro con un formulario e glossario di termini finanziari e con tavole utili ai calcoli.

Ci rendiamo che conto che i docenti potrebbero voler scegliere alcuni argomenti e preferire un ordine diverso di esposizione. Pertanto, abbiamo scritto i capitoli in modo che gli argomenti possano essere introdotti seguendo logiche diverse.

Richard A. Brealey
Stewart C. Myers
Franklin Allen

PREFAZIONE ALL'EDIZIONE ITALIANA

Proponiamo all'attenzione del lettore italiano la settima edizione di *Principi di finanza aziendale*. Come le precedenti, anche questa è stata adattata al contesto italiano. Gli interventi non sono stati pochi. In particolare, essi hanno riguardato l'aggiornamento e l'arricchimento dei dati e i cambiamenti giuridici, fiscali e istituzionali che hanno interessato la "finanza" in Italia negli ultimi quattro anni. Abbiamo lavorato molto anche sugli aspetti applicativi, rinnovando e aumentando gli esempi riferiti alla realtà italiana. Crediamo che il lettore possa assimilare meglio i concetti proposti se può verificarne l'applicabilità in vari contesti. Di seguito presentiamo i cambiamenti rispetto alla sesta edizione italiana (in alcuni casi essi sono stati effettuati all'interno dell'impianto dell'edizione precedente).

Nella Parte prima abbiamo unito il Capitolo 1 con il Capitolo 4. Pensiamo che introdurre la finanza aziendale obblighi subito a parlare di obiettivo delle imprese e a chiedersi se tale obiettivo debba essere interpretato in termini di massimizzazione della ricchezza degli stakeholder o degli stockholder. Non è un tema nuovo, ma tradizionalmente nei manuali di finanza si dà per acquisita, non essendo sufficientemente discussa, la superiorità, data la loro natura residuale, dei diritti degli azionisti rispetto a quelli degli altri stakeholder. Ancora, abbiamo interpretato il conflitto fra manager e azionisti, tipico delle public company, anche in termini di conflitto fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, tipico delle strutture proprietarie caratterizzate dalla presenza di azionisti di controllo (le prevalenti in Italia).

Sempre nella Parte prima abbiamo anticipato e arricchito il capitolo sulle tecniche di calcolo del valore attuale, con particolare attenzione alla loro applicazione ai titoli obbligazionari. È un capitolo introduttivo, indispensabile per affrontare non solo la finanza aziendale, ma la finanza in genere.

Abbiamo unito la pianificazione finanziaria a breve con quella a lungo termine. Il risultato è che un capitolo è dedicato specificatamente all'analisi finanziaria (e di bilancio) e uno alla pianificazione finanziaria. Ci sembra che in questo modo ci sia un processo di avvicinamento intuitivo ai temi classici della finanza aziendale.

Nel Capitolo 7 abbiamo affrontato, aggiornandolo, il tema dell'influenza degli aspetti fiscali nel calcolo del valore attuale netto di un investimento. La stima del flusso di cassa deve essere fatta al netto delle imposte e per questo motivo non potevano essere dimenticate le particolarità, in continuo cambiamento, del nostro sistema fiscale.

Parlando di rischio e rendimento (Capitoli 8, 9 e 10), abbiamo costruito nuovi esempi originali utilizzando dati da noi raccolti ed elaborati.

Nel Capitolo 13 ci siamo posti di nuovo il problema dell'efficienza dei mercati. Probabilmente, il mercato dei capitali italiano è poco efficiente (le asimmetrie informative e i conflitti d'interesse sono tanti). È giusto chiedersi però se anche i mercati finanziari più evoluti siano così efficienti come si descrivono nelle aule universitarie, soprattutto alla luce di quanto è successo in questi ultimi anni. L'attenzione crescente nei confronti della *behavioral finance*, cioè dello studio dell'influenza degli aspetti di tipo comportamentale sulle decisioni finanziarie, ha un preciso significato.

Nel Capitolo 15, come nell'edizione precedente, abbiamo parlato delle IPO e degli aumenti di capitale. L'Italia si caratterizza per la disposizione di legge che obbliga che

gli aumenti di capitale siano fatti concedendo il diritto di prelazione ai vecchi azionisti. Gli effetti di tale principio sono rilevanti e caratterizzano in modo particolare il nostro sistema, soprattutto dal punto di vista delle reazioni del mercato dei capitali.

Nei Capitoli 17 e 18 abbiamo affrontato di nuovo questioni di tipo fiscale, argomento inevitabile parlando di politica dei dividendi e di confronto fra distribuzioni di dividendi e acquisto di azioni proprie. Le considerazioni che abbiamo fatto tengono conto dei recenti sviluppi della disciplina fiscale nel nostro Paese. Abbiamo fatto un ragionamento analogo trattando di politica d'indebitamento. Fra i tanti fattori che influenzano la scelta fra debito e mezzi propri, la variabile fiscale è come noto fondamentale. Non potevamo non chiederci se il nostro sistema fiscale porti a conclusioni diverse da quelle a cui si giunge in altri contesti istituzionali.

Nel Capitolo 19 abbiamo approfondito il tema del confronto fra la valutazione basata sui flussi di cassa di tipo *unlevered* e di tipo *levered* (il cosiddetto metodo del *flow to equity*). I due metodi devono, a fronte di identiche ipotesi, portare a identici risultati. Spesso, non se ne è sufficientemente consapevoli.

Nei Capitoli 20 e 21 abbiamo trattato gli aspetti istituzionali del mercato delle opzioni in Italia (abbiamo fatto lo stesso nel Capitolo 27 parlando di futures).

Come nell'edizione precedente, nei Capitoli 30 e 31 il nostro intervento è stato rilevante, dovendosi parlare di fusioni e acquisizioni nell'ambito di strutture proprietarie disegnate per assicurare il controllo senza un corrispondente impiego di capitale. Gli aspetti contabili e fiscali di tali operazioni non sono semplici e sono in continua evoluzione. È per questo motivo che li abbiamo trattati, non potendo comunque essere esaustivi. Uguali considerazioni valgono per quanto riguarda i modi di cambiamento delle strutture proprietarie tramite scorpori e scissioni.

Infine, desideriamo enfatizzare il lavoro di aggiornamento e perfezionamento nelle parti del libro in cui sono trattati i sistemi di corporate governance nel mondo. Non si poteva non farlo (anche nel susseguirsi delle edizioni originali il tema viene regolarmente approfondito).

È ormai banale dirlo, ma nonostante ciò abbiamo ritenuto necessario ribadire l'influenza della corporate governance sulle performance delle imprese. È il tema più indagato e discusso negli studi correnti di finanza aziendale e non può mancare in un manuale aggiornato e attuale. Il tema, si sa, incuriosisce sempre il lettore "italiano" che percepisce in modo netto la differenza fra il nostro sistema di governo e quello "anglosassone", quello cioè di cui si parla in genere nei manuali di finanza aziendale a diffusione internazionale. Il fatto che gli si sia dedicato uno spazio significativo non vuole certo dire che si sappia qual è il migliore. Abbiamo vissuto il periodo, i primi anni Ottanta, in cui si dava per scontato che il sistema giapponese fosse quello più efficiente. Ora, dire che il sistema orientato al mercato, in cui fra le altre cose le public company raccolgono la parte maggiore delle risorse finanziarie direttamente dal pubblico dei risparmiatori e non attraverso l'intervento degli intermediari, sia il migliore è diventato quasi un luogo comune. La recente crisi finanziaria ha messo però in difficoltà questo modello di architettura finanziaria. Chissà, forse scopriremo che il discusso modello italiano non è poi così negativo. I risultati delle ricerche sulle performance delle imprese familiari sono da questo punto di vista un segnale positivo.

Il nuovo materiale era tanto, e le dimensioni del volume, già corpose, rischiano in ogni nuova edizione di divenire sempre più vaste. Per offrire ai docenti una trattazione flessibile della materia abbiamo deciso di spostare altri due capitoli - nell'edizione precedente erano tre - sul sito web dedicato al volume. Abbiamo ritenuto anche questi di minore importanza relativa, ma non per questo abbiamo voluto perderli. La decisione che abbiamo preso ci è sembrata la migliore.

Questa edizione non è solo più ricca di argomenti, più approfondita e meglio adattata alla realtà italiana. È anche rinnovata dal punto di vista grafico e arricchita dal

punto di vista pedagogico. Abbiamo infatti da un lato reso la sua veste grafica più gradevole e funzionale allo studio, e dall'altro inserito alcuni casi e un vasto apparato di esercizi di fine capitolo, le cui soluzioni sono reperibili sul sito web dedicato al libro.

In chiusura desidero ringraziare le molte persone che di nuovo sono state disponibili a collaborare: Emanuele Bajo, Stefano Cenni, Giancarlo Giudici, Stefano Mengoli, Renato Santini, Giuseppe Savioli e Giuseppe Torluccio. Un ruolo particolare, come sempre, ha avuto Marco Bigelli. Le loro competenze e la loro disponibilità sono state di nuovo indispensabili per portare a termine il progetto. Infine, voglio ringraziare Massimiliano Barbi per avere nuovamente contribuito in modo significativo all'edizione elaborando nuovi esempi, approfondimenti e applicazioni. Molto di questo materiale è stato ispirato da fatti di cronaca, anche recenti. Spero di non sembrare troppo compiaciuto se mi permetto di dire che in questo modo si sono accentuate le caratteristiche migliori di questo libro: la costante applicazione dei principi alla realtà e l'aggiornamento della normativa e dei dati. In verità, vorrei ringraziare tutto il gruppo che nel Dipartimento di Scienze aziendali dell'Università di Bologna si occupa di finanza aziendale. Fra docenti, ricercatori, assegnisti di ricerca e studenti di dottorato non siamo pochi. Dà soddisfazione constatarlo. Gli aiuti ricevuti da tutti non limitano in ogni caso la mia responsabilità. Alla fine sono stato io a decidere che cosa scrivere, che cosa aggiungere e che cosa tagliare. Gli eventuali errori non possono che essere miei.

Ringrazio Giuseppe Di Rienzo e Marta Colnago della McGraw-Hill per il sostegno ricevuto.

Sinceramente, non avrei creduto di dover iniziare a lavorare a una nuova edizione del libro in così poco tempo. Ma la finanza si muove in fretta, i recenti accadimenti, se ce ne fosse ancora bisogno per esserne convinti, lo dimostrano, e il libro ha sempre avuto il pregio di essere il più aggiornato fra quelli in circolazione in Italia. Non potevamo perdere questo, come si dice in gergo, vantaggio competitivo.

Ringrazio anche mia moglie Lorenza per la pazienza che ancora una volta ha dimostrato nei miei confronti. La volontà di uscire in un momento difficile per l'economia ha imposto un'urgenza che ha rischiato di male accompagnarsi ai miei tradizionali impegni.

Alla prossima!

Sandro Sandri
Bologna, settembre 2014